



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革 ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

张跃文

国家金融与发展实验室资
本市场与公司金融研究中
心主任

张跃文：提高上市公司质量的逻辑与评价标准

大家早上好，非常荣幸有机会向大家报告一下我们最近几年的一项工作。

我们从2014年开始在李扬老师以及后来实验室的大力支持下，开始进行关于上市公司质量评价方面的研究和具体的评价工作，到今年已经进行了5年。以往我们是总结当年的情况评述，今年我还会稍微介绍过去5年上市公司的质量变化情况。简单来说主要是四方面：

上市公司质量构成与评价方法

首先介绍一下我们在进行上市公司质量评价时所采用的逻辑思路以及评价方法。

结合当前A股上市公司的一些具体情况，可能平时公众对上市公司质量的关注更多是集中于公司的经营业绩、财务表现、股价表现等方面。但是我们在考虑上市公司质量问题时，也包括上市公司整体的质量表现，以及产生当前财务后果的原因等非财务性的因素。

当我们在考虑上市公司质量时有很多视角，在前期工作中我们也走访了一些上市公司，一些投资者，大家对上市公司质量的看法是不同的。一些业绩比较

好的公司会倾向于认为好的业绩就是好的上市公司质量的表现；一些业绩不太好，但在国家重点产业、战略新兴产业中居于龙头地位的国有企业，更关注的就是企业自身对于整个行业转型和经济发展的重大贡献，即从社会贡献和宏观经济贡献的角度去考察上市公司的质量。

而我们在评价上市公司质量时重点还应从投资者的角度去考虑，因为当前市场 99%以上都是中小规模的投资者。在很多情况下，外部投资者和普通股民对于上市公司质量的看法和评价是不同的。经典的金融理论认为一个企业的融资能否成功或者企业的运行效果如何，很大程度上取决于企业和外部股东之间的关系，即我们现在所谓的公司治理的问题，所以我们也要考虑治理因素。

这就形成了相对完整的评价框架，从上市公司质量来看，我们关注的是一家上市公司为投资者或者为股东创造价值、管理价值和分配价值的能力。在评价价值创造能力时我们会考虑其财务质量、公司治理、创新能力；在评价价值管理能力时，我们会关注其信息披露、内部控制、股价维护等行动，判断上市公司是否具有这些行动，以及这些行动的效果；在考察上市公司价值分配能力时，更多地会关注上市公司在投资者保护、鼓励政策以及履行社会责任方面的一些制度建设和具体的行为。

利用这个评价体系，我们选取了一些基础性的指标来分别说明上市公司在进行价值创造、价值管理和价值分配方面所取得的成果。在选择这些基础性指标时有以下几个原则：主要是强调这些指标，一是具有代表性，二是具有客观性，三是具有科学性，四是数据的可得性，五是数据的可持续性。我们尽量采用量化的方法进行评价，减少主观看法的偏见。到目前为止，我们基本比较稳定地选择了 45 项基础指标，对应上述第二层级的九项内容和第一层级的三项能力。这些基础指标数据主要来自于公开的数据库，还有一部分

是手工收集的，我们每年都会对这些数据进行收集、校验、对异常值进行处理。

2018 年上市公司质量的总体状况

我们刚刚完成了一项工作，即评价了 2018 年 A 股上市公司质量的情况。

我们收集了 2731 家上市公司的数据，总体的结果汇报如下。我们实际上是采用百分制来评价上市公司质量的，不管是综合质量还是单项质量得分，最后都合成百分制的结果，以便观察比较。从综合质量来看，我们主要关注中值的变化，今年的中值是 65.73%，比去年情况稍好。但是有一些指标，比如财务质量，出现了比较明显的下滑，与大家表面上的感觉也是相对一致的。

今年和往年有点变化的地方是我们今年引入了评级系统，这个评级系统参考了评级公司、证监会和券商评级的办法，划分出从 AAA 到 D 的十个等级，按照上市公司得分情况对每一家上市公司进行评级。**2018 年评级的基本结果显示，从总体上来看，在 2731 家上市公司中有 1624 家是 BBB 的评级，最好的公司评级也只是 AA 级，且仅有 4 家公司。**因此从 A 股上市公司总的状况上来看，我国 A 股上市公司的质量还不高，一些方面仍然有可以提高的空间。

近年来上市公司质量的变化特征

我们把过去 5 年上市公司综合质量的评级和三项能力的评级数据连接在一起时，可能会看到某种趋势，即上市公司质量的变化特征。

从大的方面，即上市公司整体质量来说，正面描述是整体质量很稳定，同时逐年略有提高。而从负面的角度来说质量提高的速度很慢，且总体质量水平不高。特别是在价值创造能力方面，从 2018 年开始，我们看到了一个逐渐下行的状态，趋势图可能是一种比较夸张的表述，但是从绝对值上来看，从 2015 年的 60 分到 2018 年的 58 分，也可见下滑迹象。这种变化跟整个宏

观经济的走势也是比较契合的，但是与此同时，我们觉得这种现象也值得警惕，因为整个上市公司的群体应该说是中国企业界的精英群体，如果上市公司群体发生了这种变化，那么放大一点考虑，整个企业群体的状况可能比这个形势还要更差一些。

此外，还有一些关键指标是大家很关心的，比如财务质量指标，下行的变化也是很明显的。更值得关注的是我们在考察上市公司创新能力时，发现该关键指标最近几年以来的表现和我们所提出的高质量发展的大目标好像还不够契合。

我们认为值得肯定的是上市公司在进行现金分红方面的行为以及制度建设方面，在最近几年发生的变化是很大的。从总的情况上来看，去年 2700 余家被考察的公司中有 2400 余家公司在公司章程中写入了详细的现金分红规划；有 2000 余家公司进行了现金分红，另外 500 多家公司尽管没有进行分红，但公司也解释了原因并且独立董事发表了独立意见支持公司决策；有近 2200 家公司最近三年累计现金股利超过年均可分配利润的 30%。为什么会做得这么好？很重要的原因就是监管机构有强制性的规定，这是其一。其二是国有企业的主管部门对公司的鼓励政策也有一些明确的规则。我们感觉有明确规则的区域，上市公司做得都很好，比如现金分红、信息披露方面，但是如果没有强制性规定，上市公司可能就做得差一些，比如履行社会责任意识方面，2700 余家公司只有不到 700 家发布了企业社会责任报告，因为这是主动、自愿的行为，没有强制性规定时上市公司的行为就不够规范。

提高上市公司质量的政策建议

提高上市公司的质量是中央的要求，也是我们努力的方向，我们正在考虑如何制定一些合适的政策去帮助资本市场提高上市公司的质量。

首先就要考察上市公司为什么会存在总体质量不高的状态？原因很多，我们总结认为现在资本市场上存在一种“懒人机制”，这种“懒人机制”的形成是有很多因素的，其直接表现就是一个很好的公司上市以后可能业绩表现就不如上市前那么好，上市后“业绩变脸”的情况很常见。如果这是群体性现象的话，我们就需要从机制和制度的角度进行解释。

今天的主题是“金融供给侧结构改革”，从上市公司目前的状态来看，可能并不是得到的金融服务太少，而是得到的金融服务太多，上市公司可以以很低的成本获得大量资金的支持。为此我们提出了几项提高上市公司质量的政策建议，一是我们觉得在发行上市的具体标准上应该结合市场分层的细化，包括科创板的设立，对于上市公司在公司治理、内部控制、信息披露、投资者保护等方面提出一些具体的要求。二是应加强对上市公司的持续监管，不能让企业上市以后想做什么就做什么，特别是对大股东的监管。三是要继续发挥监管机构和国有控股上市公司的引导带动作用。四是鼓励和协助公众投资者更好行使股东权利。五是继续加快改革退市制度。

时间关系就向大家介绍这些，谢谢。

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。